

兴证全球基金乔迁: 在简单纯粹的责任文化中持续迭代

□本报记者 王鹤静



乔迁，硕士，具备9年研究经验、7年投资经验，现任兴证全球基金管理有限公司基金管理部总监、投资总监，兼任兴全商业模式优选混合基金、兴全视野定开混合基金的基金经理。

久期适度分散

过去三年，宏观环境变化给投资留下了深刻的烙印。当过往单纯自下而上选股的成功路径不再奏效，以此见长的公募行业开始重新审视自上而下选股的重要作用。

“对外来看，中国的经济体量逐步发展到和海外经济体进行核心互动阶段，与外部互动给各行各业带来的影响肯定要比过去显著许多；对内来看，中国经济由高速增长进入高质量发展阶段，开始调整产业结构、追求提质增效。”相比上一个产业周期，乔迁意识到，宏观要素权重提升已经成为权益投资绕不开的话题。

为了应对愈发不确定的宏观环境变化，乔迁希望自己在做投资的时候先把长期的问题想清楚，只要方向没有看错，中间总会有后手和余地，路径的问题都能够解决。通过尽量描述所有的宏观要素，乔迁希望在持仓上做好应对变化的准备，尤其是在盈利预测、持仓集中度、交易等层面，她会给宏观因素调整留出空间。

在中观维度，乔迁加大了对于不同久期资产的均衡配置，她希望通过搭配不同久期的资产，获取长期稳定的超额收益；通过适度分散的持股和更加灵活的交易，加强对组合的回撤控制。

“在经济体中，行业间的景气节奏是有差别的，我们会把行业放在三年的维度里进行比较，行业层面的适度均衡往往有助于平衡周期景气度波动，并优化收益率的久期匹配。近年来，存量资金市场带来一个现象，基本面变化对长期影响有限，但股价波动却在加剧，所以我们还会提高对资产的定价频度，围绕着定价锚进行更多交易，尽量平抑组合回撤。”乔迁总结道。

过去三年的逆风环境让乔迁对“少亏钱”有了深刻的体会——基金经理可以熬，但不能要求持有人陪自己熬下去。因此，通过行业均衡、灵活交易等方式加强回撤控制，帮助持有人拿得住产品就显得尤为重要，这样才能让持有人真正分享到基金的长期收益回报。

在乔迁看来，每个窗口期，基金经理都应该把优先级最靠前的事情做好，比如过去几年业绩压力很大，持有人也背负巨大的财富压力，那就应该把手头的业绩回报努力做好，积极拥抱变化、持续迭代；同时调整团队，有节奏地完善长期研究储备，自我迭代、补齐短板，给下一个窗口期留有余地。

“长周期的事情需要时间和持有人的陪伴，再到分享收益，这些是相辅相成的。”乔迁表示。

过去三年随着行情变化，国内公募行业进入了大发展之后的“冷静期”，投资方法论、团队梯度建设以及基金容量是否匹配投资能力等诸多问题集中显现。

如何在迅速变化的市场上坚持长期主义投资，这是兴证全球基金投资总监乔迁一直在思考的问题。

乔迁自2008年加入兴证全球基金，自2022年6月从事投研管理工作以来，她和团队都经历了一段不短的逆风期。

所谓“逆势练内功”，在宏观因素权重上升的趋势下，乔迁将自上而下的思路融入选股框架，通过久期均衡、灵活交易等方式加强回撤控制力度，试图求解如何在逆风期“少亏钱”，着力改善投资人持有体验。

同时，面向多线并进的中国成长型产业脉络，乔迁将带领的权益投研团队整合成多个跨行业的研究小组，积极拓宽横向比较的研究视野，前瞻性地挖掘新兴产业机遇，为投资储备长期力量。

回首过去三年，乔迁认为，支撑其度过逆风期的仍是公司文化——做好每个窗口期最该做的事情，从简单纯粹的投研文化中汲取养分，持续迭代、弥补短板，给下一个窗口期留有余地。这何尝不是一种长期主义的投资哲学。

2017年到2021年，国内公募行业伴随着牛市行情迎来了一轮大发展。现在回过头来看，乔迁不禁感慨道，就像中国很多产业一样，发展很快的同时也埋下了一系列准备不够充分的问题，要在发展中解决。

“我相信对于有迭代能力的基金公司和基金经理，2022年带来的教训足以让大家对投资方法论、团队梯度建设、匹配的基金容量等多方面问题再度思考，并且着手修正。”所谓“逆势练内功”，乔迁介绍，兴证全球基金权益投研团队利用这三年时间重新“播种”，焕新再出发。

为了在行业研究深度和覆盖广度上匹配当前的管理规模、适应外部环境，兴证全球基金权益投研团队招聘了部分应届生以及有经验的研究员，并且把研究员分为周期、消费、金融、医药、科技等几个大类，每个小组均由比较有经验的基金经理助理或者年轻的基金经理担任组长。

之所以做这样的调整，乔迁坦言，目前公募行业在研究层面无论是细致程度还是研究频率都已经非常“卷”了，但这样的“卷”很多时候是毫无意义的，大家很难从短期的数字波动中发现趋势。

“基金经理能够先看到一些趋势、下一些决策，是因为他们能够在行业之间做横向比较，看到有共性的线索，这不是靠研究的细致程度来实现的，相反这需要研究员具备横向观察的能力，所以我们希望通过调整来拓宽研究员的视野。”乔迁表示。

比如对于消费行业，乔迁举例，当单一研究服装行业的研究员看到量或价的变化线索时，在没有连贯的趋势出现之前，他们很难做出任何判断；但当连贯趋势出现时，对基金公司来说已经在时间上落后了。可如果研究纺织、服装、零售、电商的研究员都看到了这样的变化迹象，并且通过小组的机制集体讨论研究，在寻找共性的过程中就能更前瞻地看到一些趋势，在别人不敢下判断的时候做出判断。

在乔迁看来，这样的梯队建设不仅有利于投研成果的转化，还能够培养研究员站在更高的维度去思考问题，而不是充当所谓的“螺丝钉”。在“老带新”的模式下，研究员也能够迅速成长起来。

值得注意的是，正是行业研究视野的拓宽帮助兴证全球基金权益投研团队较早地捕捉到了这一轮AI行情。

乔迁回顾道，2022年团队特意把三到五年内值得关注并且具备发展潜力的产业拎出来做前瞻性研究，在TMT等科技相关行业投入了不小的研究资源。得益于公司的责任文化，团队担当起了重任，给投资转化做好了充足的准备。

“由于前期组织架构已经搭建完毕，团队也磨合过多个专题研究，所以当我们一看到AI的变化时，就能迅速投入精力，大家高效整合调研成果，迅速形成共识，进行及时反馈。”近几年，团队在科技板块累积了不少投资收益，乔迁将其归功于团队架构的重塑以及团队成员的责任担当。

“以时间换空间”

面对新一轮科技创新周期，站在未来三年的时间维度，乔迁认为，DeepSeek撬动的AI基本面行情可能才刚刚“浮出水面”。虽然某些维度看，中国尚未站在全球科技的绝对制高点上，但在产业化层面上，中国拥有非常独特的优势，这为下一轮科技创新周期提供了一条可行的突破路径。

“在每一轮科技周期里，中国都不算是走得最快的，但是我们在成本端、应用端能做到最优，在产业宽度上做得最出彩，这样的能力已经在上一轮互联网浪潮中得到了印证，并且愈发显性。我们在硬件端的制造能力、迭代能力突出，软件端能通过低成本或者另辟蹊径的方式做到更优。供应链叠加软件，带来的就是全产业链体系化的突破。”因此，乔迁看好中国在这一轮AI浪潮中的身位抬升，这将有效推进中国长期资产的定价回归以及信心回归。

最早参与这轮行情时，乔迁更多布局在算力侧；随着该板块估值逐步进入她认为把控度较低的位置后，她开始转向消费电子领域。

同样以三年维度来看，乔迁认为，AI大模型赋能下出现端侧需求创新的可能性是非常高的，只是“时间换空间”的问题：“我们希望尽量选择落在价值框架内的公司，用确定性和高仓位来实现收益，所以先是往下看风险和估值保护，跌不动的资产一旦出现转机的时候，不仅能赚到基本面的钱，还能赚到资金流入带来的收益，我们希望锁定这样确定性的机会。”

软件端由于估值包含了一定远期商业模式

的定价预期，所以乔迁坦言，很难以三年的维度看待这类资产的价值，比如需要假设用户量提升、付费率提升、收费模式变化等带来非线性报表的呈现。乔迁认为，这些预期的兑现可能还需要很长时间来实现估值的匹配，可能要放到五年甚至十年的维度去看待。

此外，基于上述对我国产业优势的剖析，以智能驾驶为代表的制造业也是乔迁重点关注的方向。在乔迁看来，中国汽车产业未来在国际的身位是毋庸置疑的，我国拥有强大的制造业优势，如果软件侧能够在下一轮周期里面有所突破，无论是汽车智能化还是新能源化，中国凭借强大的软硬件供应链优势，都会站在相对引领的位置。

除了科技这一重要的抓手之外，乔迁还注意到了传统行业正在发生的一系列变化。“企业家们越来越意识到，压价也‘卷’不出量了。在下一个时代里，过去这种‘极卷’的获取市场份额的玩法不再奏效，所以他们开始摸索新的增长方式。另一头，全球市场的出口潜力从制造业正逐步扩大至消费服务业。”乔迁通过调研发现，各行业有能力的企业都积极调整了成长范式，经历了漫长的下行周期，目前他们的准备已经比两年前更加充足，路径更加清晰，企业的发展正朝着新一轮周期积极地前进。

经济的转型发展需要时间的陪伴，乔迁认为，这些传统行业的企业需要用严谨、尊重定价的方式持续跟踪关注，更多作为长期资产进行配置，相信方向，保持耐心。